

Stakeholder theory in finance : on the financial relevance of nonfinancial stakeholders

Citation for published version (APA):

Hann, D. Y. (2011). *Stakeholder theory in finance : on the financial relevance of nonfinancial stakeholders*. [Doctoral Thesis, Maastricht University]. Maastricht University. <https://doi.org/10.26481/dis.20110630dh>

Document status and date:

Published: 01/01/2011

DOI:

[10.26481/dis.20110630dh](https://doi.org/10.26481/dis.20110630dh)

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

Nederlandse Samenvatting

De traditionele financiële literatuur veronderstelt vaak dat alleen het management en de aandeelhouders relevant zijn voor de waardering, corporate governance en de financiering van een onderneming en dat de andere stakeholders dit niet zijn. Mijn proefschrift draagt bij aan de literatuurstroming die deze opvatting tegengaat en de non-financiële stakeholders een belangrijke rol toedicht op het gebied van bedrijfsstrategie en bedrijfsfinanciering (e.g., Cornell en Shapiro, 1987; Zingales, 2000; Baker, Gibbons, en Murphy, 2002). Ik verricht vier empirische studies die de invloed van de cruciale non-financiële stakeholders op de financiële situatie en besluitvorming van een onderneming toetsen. In overeenstemming met eerdere studies toont mijn onderzoek aan dat de toonaangevende stelling betwistbaar is. Tevens levert mijn onderzoek aanvullend bewijs voor de stakeholder theorie op het gebied van financiering.

In hoofdstuk 2 onderzoek ik of arbeidsverhoudingen invloed hebben op het kredietrisico van ondernemingen. In overeenstemming met de theorie dat arbeidsverhoudingen obligatiebeleggers beïnvloeden door middel van het effect dat arbeidsverhoudingen hebben op organisatorische prestatie en risico, neem ik waar dat de cross-sectionele variatie in kredietrisico verklaard wordt door de kwaliteit van het personeelsbeleid. Mijn analyse toont aan dat ondernemingen met betere arbeidsverhoudingen lagere kredietkosten, een hogere kredietwaardigheid, als ook een lager bedrijfsspecifiek risico laten zien. Een stijging van één punt in mijn variabele voor de kwaliteit van arbeidsverhoudingen (ERI) leidt tot een daling van het jaarlijks renteverskil van bedrijfsobligaties met 2 tot 4 basispunten. Ik raam, gebaseerd op een steekproef van 568 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen over de periode 1995 tot 2006, het maximaal effect dat arbeidsverhoudingen hebben op de kredietkosten op 50 basispunten. Mijn bevindingen zijn robuust voor het meenemen van verschillende controle variabelen, alternatieve model specificaties, endogeniteit kwesties, en industrie-effecten. De resultaten van deze studie steunen de stakeholder theorie op het gebied van financiering, door aan te tonen dat werknemers en hun human capital een significant effect hebben op de financiële situatie van ondernemingen.

In hoofdstuk 3 onderzoek ik of het milieumanagement van lenende ondernemingen consequenties heeft voor het kredietrisico dat obligatiebeleggers lopen. De resultaten van het onderzoek ondersteunen de opvatting dat kredietmarkten de juridische, reputatie, en regelgevende gevolgen van bedrijfsmatige milieuovertredingen in overweging nemen. Ik constateer dat, gebaseerd op een steekproef van 582 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen over de periode 1995 tot 2006, milieuproblemen worden geassocieerd met hogere kredietkosten en lagere kredietwaardigheid, terwijl proactief milieumanagement geassocieerd wordt met lagere kredietkosten en hogere kredietwaardigheid. Deze relatie is zowel statistisch en economisch betekenisvol. Een standaard deviatie verhoging van mijn variabele, voor goed

milieumanagement, komt overeen met een daling van het renteverskil met 6 basispunten. Een standaard deviatie verhoging van mijn variabele voor milieuproblematiek, komt echter overeen met een stijging van het renteverskil met 5 basispunten. Volgens een conservatieve schatting kan het effect van de gecombineerde milieuprestatie op de kredietkosten oplopen tot 64 basispunten per jaar. Aanvullende analyses geven aan dat dit effect voornamelijk gedreven wordt door klimaatverandering en regelgevingkwesties, zich niet beperkt tot industrieën met een hoog risico, en is toegenomen over het laatste decennium. De resultaten zijn opnieuw robuust na het meenemen van verschillende controle variabelen, alternatieve model specificaties, endogeniteit kwesties, en industrie-effecten.

In hoofdstuk 4 draag ik bij aan de lopende marketing-finance discussie of klanttevredenheid in relatie staat met abnormale aandelenrendementen. Ik introduceer twee methoden die diep geworteld zijn in de financiering en accounting literatuur en een meer directe test die de fouten-in-verwachtingen hypothese toetst die in voorgaande onderzoeken aangedragen wordt als de oorzaak van het misprijzen van aandelen. Gebaseerd op mijn bevindingen verwerp ik de hypothese dat klanttevredenheid de oorzaak is, doordat beleggers foute verwachtingen hebben van toekomstige bedrijfsresultaten, van abnormale aandelenrendementen. Het onderzoek bevestigt dat klanttevredenheid de operationele prestatie (i.e., rentabiliteit van het totaal vermogen) van ondernemingen positief beïnvloed. Ik vind echter geen bewijs, over verschillende tijdsperioden (i.e., één jaar, twee jaar en lange termijn winstverwachtingen), dat beursanalisten er systematisch niet in slagen om dit effect op te nemen in hun winstverwachtingen. Verder vind ik geen significante relatie tussen klanttevredenheid en veranderingen in de aandelenkoers rond de datum dat het bedrijfsresultaat bekend wordt gemaakt. Dit suggereert dat beleggers niet systematisch verrast zijn door het effect dat klanttevredenheid heeft op het bedrijfsresultaat. Als de aandelenmarkt er niet in zou slagen om correct te anticiperen op het effect dat klanttevredenheid heeft op het bedrijfsresultaat dan zou er, op het moment dat beleggers hun fout inzien, een correctie waargenomen moeten worden.

In hoofdstuk 5 onderzoek ik of klantenclaims invloed hebben op de besluitvorming van ondernemingen betreffende de kapitaalstructuur. De stakeholder theorie, op het gebied van corporate finance, houdt in dat het succes van klantgerichte strategieën afhangt van hoe klanten de bekwaamheid en de bereidheid van ondernemingen om hun beloftes na te komen beoordelen. De verwachting is dat ondernemingen die bereid zijn om de claims van hun klanten te erkennen een conservatiever financieel beleid voeren. De resultaten van mijn onderzoek bevestigen de theorie dat ondernemingen die klantenclaims goed afhandelen een conservatiever financieel beleid voeren. Ik constateer dat, gebaseerd op een steekproef van 176 Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen over de periode 1995 tot 2008, dat als mijn variabele, voor het afhandelen van klantenclaims, toeneemt met één punt zich dit vertaalt in een daling in boek leverage met 0,6 procentpunt of een daling in markt leverage met 1 procentpunt. Aanvullende analyses bevestigen deze bevindingen, voor ondernemingen die klantenclaims beter afhandelen is een obligatie-emissie waarschijnlijker als er een financieringstekort is dan een aandelen-emissie. Verder kopen ondernemingen die klantenclaims beter afhandelen eerder obligaties terug als er sprake is van een financieel overschot dan aandelen. Ondanks de grotere schuldcapaciteit van deze ondernemingen heeft dit invloed op leverage en zijn de resultaten robuust na het meenemen van verschillende controle variabelen en industrie-effecten. Dit onderzoek levert bewijs dat klanten in staat zijn om de financieringsbeslissingen van ondernemingen te beïnvloeden.

Op basis van de bevindingen gepresenteerd in dit proefschrift concludeer ik dat niet-financiële stakeholders in staat zijn om significante invloed uit te oefenen op de financiële situatie en besluitvorming van een moderne onderneming. Mijn resultaten onderschrijven dat de traditionele opvatting betreffende het relatieve belang van stakeholders op het gebied van financiering niet juist is. Daarnaast ondersteunen mijn bevindingen andere onderzoeksstromen die de belangen van niet-financiële stakeholders bestuderen, zoals de duurzaamheid en de marketing-finance literatuur.